

# Lettre de l'OFCE

Jeudi 22 avril 2010

317

Page 6

France : En attendant la reprise...

*Perspectives 2010-2011 pour l'économie française*

## Va-t-on sortir de la crise ?

### *Perspectives 2010-2011 pour l'économie mondiale \**

*La crise financière, déclenchée par la faillite de la banque Lehman Brothers fin 2008 est derrière nous, comme l'indique l'apaisement des marchés financiers. Pour autant, la crise n'est pas encore terminée. La croissance prévue en 2010-2011 ne permettra pas de retrouver le niveau d'activité de 2008. Le chômage a atteint des niveaux élevés : la décline n'interviendra qu'en 2011 et sera lente. L'ajustement du marché du travail et la résorption des surcapacités productives entraveront une reprise franche de l'activité et induiront un ralentissement du revenu des ménages à partir de 2010.*

*L'un des défis en 2010-2011 est la hausse des dettes publiques qui confronte tous les pays développés au même dilemme. La première option est celle d'une stimulation supplémentaire, que légitiment le niveau élevé du chômage, les capacités inutilisées et le risque déflationniste. La seconde option est celle de la rigueur, donnant la priorité à la réduction des déficits, avec la contrepartie de fragiliser la croissance, dans la crainte d'un durcissement des taux d'intérêts publics. Autant les stratégies nationales divergent pour 2010, autant le second scénario dominerait en 2011, avec des impulsions négatives généralisées dans les pays développés.*

La crise financière, déclenchée par la faillite de la banque Lehman Brothers en septembre 2008, est bel et bien derrière nous, comme l'indique la normalisation des taux interbancaires à trois mois. Les marchés d'actifs se sont stabilisés : les marchés d'actions ont rebondi depuis leur point bas de mars 2009 et les marchés immobiliers ont encaissé une forte baisse des ventes et un ajustement des prix. Bien qu'aucune régulation nouvelle n'ait vu le jour, et bien que l'état du système financier soit impossible à connaître avec certitude, on constate que les tensions sur le marché interbancaire se sont apaisées.

Pour autant, la crise n'est pas encore terminée. La reprise prévue en 2010-2011 ne permettra pas de retrouver le niveau d'activité de 2008 dans les grands pays industrialisés (graphique). En prenant comme référence la trajectoire de croissance jusqu'au début 2008, l'écart qui est apparu à la suite de la crise est tout juste stabilisé, sauf pour le Royaume-Uni où il continue de se creuser. En outre, le chômage atteint dans l'ensemble des pays développés des niveaux élevés. L'ajustement du marché du travail et la résorption des surcapacités productives, combinés à la fin des dispositifs d'allocation chômage ou de soutien exceptionnel à l'emploi, empêcheront une reprise franche de l'activité et induiront un ralentissement du revenu des ménages à partir de 2010.

L'un des défis en 2010-2011 est la hausse des dettes publiques. Tous les pays industrialisés sont confrontés à un dilemme. Certes, le niveau élevé de chômage ou les fortes capacités inutilisées plaident pour une stimulation supplémentaire, d'autant que plane un risque déflationniste. Une restriction budgétaire aurait un effet dépressif inévitable, surtout si elle est menée de concert dans les grands pays, et retarderait de quelques années le processus de sortie de crise. Cela étant, la crainte d'une sanction des marchés financiers, *via* une hausse des taux d'intérêt publics, pourrait entraîner le choix de l'austérité budgétaire, à l'heure où la crise de la dette grecque cristallise les peurs. Autant les stratégies nationales divergent pour 2010, autant le scénario de la restriction budgétaire pourrait dominer en 2011 dans les pays développés.

### Une récession mondiale d'ampleur inédite depuis la Seconde Guerre mondiale

Trois chocs successifs se sont produits :

- La dégradation du bilan des banques. Après la faillite de Lehman Brothers, seule la réaction rapide et concertée des banques centrales a permis d'éviter des faillites bancaires en chaîne. Le spectre de la crise de 1929 a été conjuré mais la restauration des bilans des banques n'est pas terminée.

- Un choc de demande négatif provoqué par l'effondrement du commerce mondial et amplifié par la hausse du chômage, la contraction des rémunérations et la chute conjointe de l'investissement productif et logement.

- La baisse de la valorisation des entreprises. La forte croissance entre 2004 et 2007 avait conduit à une survalorisation des entreprises sur les marchés boursiers. La correction a été brutale : la capitalisation boursière mondiale a perdu 57 points de PIB entre octobre 2007 et mars 2009, soit l'équivalent de la perte subie par le Japon douze mois après l'éclatement de la bulle financière en 1990.

**Centre de recherche en économie de Sciences Po**

69, quai d'Orsay - 75340 Paris Cedex 07  
Tél/ 01 44 18 54 00 - Fax/ 01 45 56 06 15  
[www.ofce.sciences-po.fr](http://www.ofce.sciences-po.fr)

**Édité par les Presses de Sciences Po**

117, boulevard Saint-Germain - 75006 Paris  
Tél/ 01 45 49 83 64 - Fax/ 01 45 49 83 34

\* Cette étude a été réalisée au sein du Département analyse et prévision de l'OFCE. L'équipe, dirigée par Xavier Timbeau, comprend : Céline Antonin, Christophe Blot, Marion Cocharde, Amel Falah, Éric Heyer, Catherine Mathieu, Hervé Pélérax, Mathieu Plane, Christine Riffart, Danielle Schweighuth, Yasser Yeddir Tamsamani. L'équipe France est dirigée par Éric Heyer. La prévision intègre les informations disponibles à la mi-avril 2010.

**Tableau 1 : Principales hypothèses et résumé des prévisions**

	Trimestres												Années		
	2009				2010				2011				2009	2010	2011
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Prix du pétrole en \$ <sup>1</sup>	44	59	68	75	75	77	79	80	82	85	90	100	62	78	89
Matières premières industrielles en \$ <sup>2</sup>	-15,9	10,5	16,1	9,7	3,7	0,9	-1,4	-0,9	1,4	2,8	2,7	2,7	-25,7	21,5	4,4
<i>Taux de change <sup>1</sup></i>															
1 € = ... \$	1,30	1,36	1,43	1,48	1,38	1,35	1,32	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,39	1,34	1,30
1 \$ = ... yen	94	97	94	90	91	93	95	96	98	100	102	104	94	93	101
1 £ = ... €	1,10	1,14	1,15	1,11	1,13	1,10	1,12	1,13	1,13	1,13	1,13	1,13	1,12	1,12	1,13
<i>Taux d'intérêt directeurs des banques centrales<sup>1</sup></i>															
États-Unis	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,5	0,5	0,5	0,75	0,75	0,25	0,3	0,6
Japon	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zone euro	2,0	1,4	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,25	1,25	1,5	1,5	1,5	1,3	1,1	1,4
Royaume-Uni	1,1	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,75	0,75	0,75	1,0	1,0	0,7	0,6	0,9
<i>Taux d'intérêt longs <sup>1</sup></i>															
États-Unis	2,7	3,3	3,5	3,4	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,2	3,7	3,7
Japon	1,3	1,5	1,4	1,3	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0	1,4	1,5	1,9
Zone euro	4,2	4,2	3,9	3,8	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,0	4,1	4,1
Royaume-Uni	3,4	3,6	3,7	3,7	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	3,6	4,0	4,0
<i>Prix à la consommation <sup>3</sup></i>															
États-Unis	-0,2	-1,0	-1,6	1,5	2,4	2,1	1,4	1,0	0,9	1,0	1,1	1,0	-0,3	1,7	1,0
Japon	0,0	-1,0	-2,3	-1,8	-1,1	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,5	-0,4	-1,3	-0,9	-0,5
Zone euro	1,0	0,2	-0,4	0,4	0,8	0,9	1,3	1,2	1,5	1,6	1,3	1,6	0,3	1,1	1,5
Royaume-Uni	3,0	2,1	1,5	2,1	3,1	2,4	2,0	1,8	1,2	1,2	1,3	1,3	2,2	2,3	1,3
<i>PIB en volume, cvs <sup>2</sup></i>															
États-Unis	-1,6	-0,2	0,6	1,4	0,3	0,6	0,5	0,6	0,4	0,5	0,4	0,4	-2,4	2,5	2,0
Japon	-3,6	1,5	-0,1	0,9	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	-5,2	2,2	1,6
Zone euro	-2,5	-0,1	0,4	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,6	-4,0	0,9	1,6
Allemagne	-3,5	0,4	0,7	0,0	0,5	0,5	0,4	0,5	0,2	0,4	0,6	0,6	-4,9	1,8	1,7
France	-1,3	0,3	0,2	0,6	0,0	0,1	0,2	0,2	0,4	0,4	0,4	0,5	-2,2	0,9	1,4
Italie	-2,7	-0,5	0,5	-0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	-5,1	0,5	1,1
Royaume-Uni	-2,6	-0,7	-0,3	0,4	0,2	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	-4,9	0,8	1,6
<i>Importations de marchandises en volume, cvs <sup>2</sup></i>															
Monde	-10,1	-0,2	4,8	4,2	2,2	1,9	1,9	1,8	1,8	1,7	1,8	1,8	-12,1	10,9	7,4
Pays industrialisés	-10,1	-3,3	5,0	2,3	1,7	1,5	1,5	1,3	1,3	1,4	1,4	1,5	-14,0	7,4	5,6
PED	-10,3	5,2	4,5	7,1	2,9	2,5	2,5	2,5	2,4	2,3	2,3	2,3	-8,8	16,3	9,9
<i>Balances courantes en points de PIB, cvs <sup>1</sup></i>															
États-Unis	-2,9	-2,8	-2,9	-3,2	-3,5	-3,6	-3,6	-3,6	-3,6	-3,6	-3,7	-3,8	-2,9	-3,6	-3,7
Japon	1,9	3,0	2,9	3,4	3,6	3,8	4,0	4,2	4,4	4,6	4,8	5,0	2,8	3,9	4,7
Zone euro													-0,6	-0,4	-0,1

1. Moyenne sur la période.

2. Période/période précédente, en %.

3. Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle, en %.

Sources : Pétrole (*Brent*) et taux de change : relevé des cotations quotidiennes. Matières premières industrielles : indice HWWA (Hambourg). Taux longs : T-Bond à 10 ans aux États-Unis, obligations d'État à 10 ans au Japon, cours moyen des obligations d'État à 10 ans pour la zone euro, obligations d'État à 10 ans au Royaume-Uni. Prix à la consommation : indice des prix à la consommation harmonisé pour la zone euro et le Royaume-Uni. Prévision OFCE avril 2010.

Dès le deuxième trimestre 2009, l'économie mondiale est sortie de la récession sous l'impulsion de l'Asie et de l'Amérique latine. Les États-Unis et la zone euro ont suivi au troisième trimestre 2009. Malgré un quatrième trimestre dynamique, le PIB mondial a baissé en moyenne annuelle en 2009 (-1 %) pour la première fois depuis la Seconde Guerre mondiale. La récession a été profonde dans les pays industriels, avec une chute du PIB de 3,4 % en 2009. Parmi ces pays, l'Allemagne, l'Italie, le Royaume-Uni et le Japon ont perdu environ 5 points de PIB en 2009. Le PIB n'a baissé que de 2,4 % aux États-Unis, contre 4 % dans la zone euro.

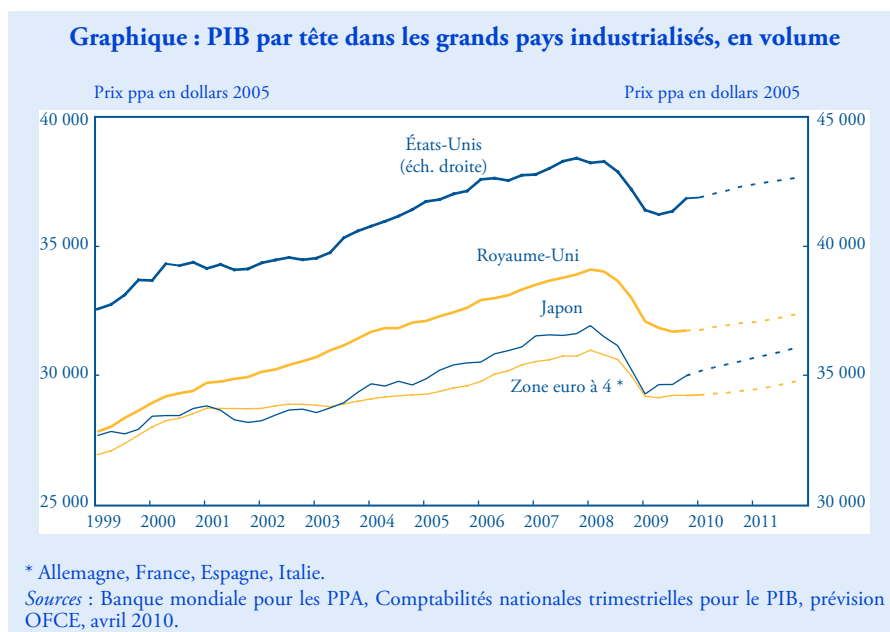
La croissance a mieux résisté dans les pays émergents d'Asie et d'Amérique latine (notamment l'Argentine et le Brésil). En revanche, les pays d'Europe centrale et orientale ont été durement éprouvés en 2009 (-7,9 % en Russie, -14 % en Ukraine, -15,6 % dans les pays baltes). La Chine bat toujours des records : le PIB y a progressé de 8,7 % en 2009.

La croissance mondiale repartira en 2010 et 2011 (tableau 2), mais à un rythme inférieur à celui de la période 2004-2007 (4,9 % en moyenne). Le découplage entre pays émergents et pays développés se confirme. Tandis que les premiers ont renoué avec la croissance au deuxième trimestre 2009, à un rythme annualisé de 10 %, les seconds ne sont repartis qu'au troisième trimestre au rythme de 2 % l'an.

La reprise du commerce mondial est le signe le plus tangible du retour de la croissance. Après avoir chuté de 16,6 % entre octobre 2008 et mars 2009, les importations mondiales ont repris au second semestre 2009, plus vigoureusement que dans les pays industrialisés. Ainsi l'Asie en développement contribue davantage à la reprise du commerce mondial que les États-Unis, l'Union européenne à 15 et le Japon réunis. Selon nos prévisions, le niveau des importations mondiales en volume devrait dépasser au premier trimestre 2011 le sommet atteint en 2008.

### Les surcapacités freinent l'investissement

Entre 2004 et 2007, la croissance de la FBCF productive a été très dynamique dans tous les pays industrialisés. Depuis fin 2007, en revanche, les capacités de production se sont contractées, sous l'effet du retournement brutal de la croissance dont les effets sont amplifiés



par l'effet d'accélérateur<sup>1</sup> et la réduction du levier de l'endettement.

À l'exception notable de la France, la plupart des grands pays industrialisés semblent avoir atteint un point bas dans l'ajustement de leurs capacités de production. La contraction du crédit et la chute de la production ont entraîné le report de nombreux projets d'investissement, mais la réduction des primes de risque et l'amélioration des conditions de prêts bancaires devraient améliorer la situation. Cela étant, les entreprises sont encore contraintes par la faiblesse de leurs débouchés.

Malgré la baisse drastique de l'investissement, les taux d'utilisation des capacités de production affichent début 2010 des niveaux très bas. Dans un environnement de croissance molle pour les années 2010 et 2011, ces surcapacités seraient le principal frein à la reprise de l'investissement. Seules une reprise forte de l'activité ou une nette augmentation du taux de déclassement permettraient de les réduire.

### Des chômeurs toujours plus nombreux

Si le ralentissement de l'activité a commencé dès le deuxième trimestre 2008, l'ajustement de l'emploi n'a véritablement débuté qu'au quatrième trimestre 2008. En 2009, le chômage a progressé de façon ininterrompue. Aucun pays n'a été épargné : le nombre de sans-emplois dans le monde a atteint près de 212 millions de personnes en 2009, soit 34 millions de chômeurs supplémentaires par rapport à 2007.

1. L'effet accélérateur indique qu'une variation de la demande entraîne une variation plus que proportionnelle de l'investissement

L'Asie du Sud-Est (Japon inclus) est la région la moins touchée, avec un taux de chômage de 4,4 % fin 2009. À l'inverse, entre début 2008 et fin 2009, le nombre de chômeurs a doublé aux États-Unis, le taux de chômage atteignant la barre des 10 %. Un taux identique en zone euro, où le nombre de chômeurs a augmenté de 4,4 millions, principalement du fait de l'Espagne (2 millions de chômeurs supplémentaires). Au Royaume-Uni, le taux de chômage est passé de 5,2 % à 7,8 %.

La récession a entraîné la destruction de nombreux emplois, surtout dans le secteur du bâtiment. La destruction d'emplois a été plus forte aux États-Unis que dans la zone euro, cette dernière se caractérisant par de fortes disparités nationales : l'Allemagne, grâce au dispositif du chômage partiel, a maintenu l'emploi total à son niveau de 2008. La France, l'Italie et le Royaume-Uni ont pu limiter les destructions d'emplois. En revanche, en Espagne, l'emploi total a baissé de 6 % en 2009, le tiers de la baisse étant imputable au secteur de la construction.

Les plans de relance ont néanmoins permis d'amortir l'impact de la crise sur les emplois. Certains pays ont donné la priorité aux politiques conjoncturelles de maintien dans l'emploi, avec le recours généralisé au dispositif de chômage partiel. C'est en Allemagne et au Japon que la mesure a connu le plus vif succès : elle aurait permis d'y préserver respectivement 1,2 million et 2 millions d'emplois en 2009. D'autres pays (Royaume-Uni, France) ont laissé le marché de l'emploi s'ajuster spontanément.

Ce traitement différencié du chômage a eu un impact sur le cycle de productivité. Si l'on excepte l'Espagne qui, en raison de l'explosion du chômage, connaît une productivité très supérieure à sa tendance de long terme, le cycle de

**Tableau 2 : Perspectives de croissance mondiale**

Taux de croissance annuels, en %

	Poids <sup>1</sup> dans le total	PIB en volume		
		2009	2010	2011
Allemagne	4,4	-4,9	1,8	1,7
France	3,2	-2,2	0,9	1,4
Italie	2,8	-5,1	0,5	1,1
Espagne	2,1	-3,9	-0,9	1,6
Pays-Bas	1,0	-4,0	1,4	2,0
Belgique	0,6	-3,0	1,3	1,6
Finlande	0,6	-7,8	0,5	2,7
Autriche	0,5	-3,6	1,2	2,1
Portugal	0,4	-2,7	1,1	1,5
Grèce	0,3	-2,0	-0,7	1,1
Irlande	0,3	-6,9	-1,4	1,2
<b>Zone euro</b>	<b>16,4</b>	<b>-4,0</b>	<b>0,9</b>	<b>1,6</b>
Royaume-Uni	3,4	-4,9	0,8	1,6
Suède	0,5	-4,7	2,3	2,7
Danemark	0,3	-5,1	1,2	1,9
<b>Union européenne à 15</b>	<b>20,5</b>	<b>-4,3</b>	<b>0,8</b>	<b>1,6</b>
12 nouveaux pays membres	2,7	-3,4	1,3	3,0
<b>Union européenne à 27</b>	<b>23,3</b>	<b>-4,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,8</b>
Suisse	0,5	-1,5	1,3	1,8
Norvège	0,4	-1,4	2,7	2,8
Europe	24,1	-4,1	0,9	1,8
États-Unis	21,8	-2,4	2,5	2,0
Japon	6,7	-5,2	2,2	1,6
Canada	2,0	-2,6	2,5	2,4
<b>Pays industriels</b>	<b>56,3</b>	<b>-3,4</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>
Pays candidats à l'UE <sup>2</sup>	1,2	-5,7	-0,3	2,3
Russie	3,2	-7,9	3,9	4,6
Autres CEI <sup>3</sup>	1,3	-4,3	3,4	5,0
Chine	11,0	8,7	10,0	9,0
Autres pays d'Asie	13,2	2,8	6,1	6,3
Amérique latine	7,9	-2,3	4,4	3,8
Afrique	3,4	1,9	4,3	5,3
Moyen-Orient	2,5	2,2	4,5	4,8
<b>Monde</b>	<b>100</b>	<b>-1,0</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>

1. Pondération selon le PIB et les PPA de 2007 estimés par le FMI.

2. Croatie, République de Macédoine, Turquie.

3. Communauté des États indépendants.

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE avril 2010.

productivité dans le secteur marchand, après avoir atteint un creux au premier trimestre 2009, tend à se refermer dans tous les pays industrialisés. Selon le rythme de rattrapage et l'horizon de retour à la tendance, on distingue trois modèles-types :

– Le modèle de rattrapage rapide (États-Unis, France) : la productivité y a mieux résisté qu'ailleurs et, depuis la mi-2009, ces pays connaissent une hausse continue du chômage et une reprise de la croissance, ce qui permet un redressement rapide de la productivité (fin 2009 aux États-Unis, mi-2010 en France).

– Le modèle de rattrapage plus lent (Allemagne, Italie) : après une importante chute de la productivité, ces pays

sont sur la voie d'un rattrapage fin 2011, en raison d'un durcissement des dispositifs de maintien dans l'emploi, et de la reprise de la croissance.

– Les pays « à la traîne » (Japon et Royaume-Uni) : ces pays ont connu une forte dégradation de leur productivité début 2009, du fait d'une hausse du chômage limitée, et leur cycle de productivité ne se refermerait pas intégralement d'ici 2011.

Deux facteurs-clés expliqueraient le profil du chômage en 2010 : l'ajustement de l'emploi et la fragile reprise de la croissance. Dans les pays où l'ajustement de l'emploi se poursuit (zone euro et Japon), le chômage continuerait à progresser en 2010 mais à des rythmes plus

faibles. Ainsi, en zone euro, nous prévoyons un surcroît de 1,5 million de chômeurs. Aux États-Unis, l'ajustement semble terminé ; le taux de chômage devrait stagner, voire décroître. Mais dans l'ensemble des pays développés, il faudra attendre 2011 pour que le chômage stagne ou amorce une décline ralentie par les effets de flexion et la progression de la population active.

### Ménages de tous les pays...

La crise affecte la situation des ménages. Les premiers touchés sont ceux qui ont imprudemment investi dans l'immobilier, attirés par des conditions de crédit leur ayant procuré une solvabilité illusoire. D'autres ménages, dont les charges liées à l'endettement étaient compatibles avec leur revenu, sont devenus insolubles du fait de la montée du chômage. L'augmentation des créances douteuses et, par la suite, des taux de défaut, a accéléré les saisies immobilières. Celles-ci ont alimenté le marché en biens et renforcé le recul initial du prix des logements. Les ménages propriétaires de leur logement ont aussi été affectés, par le biais de la baisse des prix cette fois, subissant des pertes de richesse liées à la dévalorisation de leur bien.

Aux pertes de richesse immobilière se sont ajoutées les pertes de richesse financière. L'effondrement des indices boursiers a fortement déprécié le patrimoine financier des ménages américains, détenu sous forme d'actions, d'OPCVM et de fonds de pension. En zone euro, les pertes ont été moindres, en raison d'une moindre proportion de ménages détenteurs directs d'actions, de l'existence d'un système public de protection sociale et enfin de la place des systèmes de retraite par répartition.

Depuis mars 2009, les bourses ont rebondi, atténuant quelque peu les conséquences dévastatrices de la crise sur les patrimoines. Mais les niveaux d'avant-crise sont loin d'avoir été rattrapés. La persistance de larges capacités de production inemployées va rendre nécessaire la poursuite de l'ajustement du stock de capital. Les destructions de capacité que cet ajustement sous-tend, par les faillites ou par la mise au rebut d'équipements inutilisables, vont peser sur la valeur des entreprises et sur la capitalisation boursière. Il est donc peu probable que le patrimoine des ménages sorte indemne des événements de ces dernières années. Ces « pertes sèches » de patrimoine devraient donc brider durablement les dépenses de consommation au profit de l'épargne.

L'effet des pertes de richesse immobilière sur la consommation et l'épargne est cependant probablement moins direct



**Tableau 3 : Dettes publiques nettes et soldes publics**

	Année 2009		2007-2010
	Dettes publiques nettes	Solde public	Variation du solde public
	En % du PIB	En % du PIB	En points de PIB
Total zone euro	51,7	-6,2	-5,8
Allemagne	50,2	-4,7	-5,7
Autriche	38,1	-3,5	-4,2
Belgique	81,3	-5,9	-4,6
Espagne	33,2	-11,4	-12,2
Finlande	-52,1	-2,2	-8,8
France	53,1	-7,5	-5,3
Grèce	86,1	-12,7	-5,0
Irlande	24,9	-11,7	-11,9
Italie	97,4	-5,3	-3,6
Luxembourg	-44,6	-2,3	-8,0
Pays-Bas	30,9	-4,9	-6,3
Portugal	55,6	-6,7	-5,0
Suède	-16,7	-1,9	-6,8
Royaume-Uni	46,9	-11,4	-9,4
États-Unis	56,4	-11,0	-10,1
Japon	96,5	-8,3	-7,2

Sources : OCDE, Perspectives économiques, décembre 2009, prévisions OFCE avril 2010.

que la perte de richesse financière. Les effets de richesse liés à l'immobilier passent davantage par le canal du crédit. Avant la crise, les banques avaient ouvert les vannes du crédit, favorisant les transactions immobilières, permettant aux ménages vendeurs de réaliser des plus-values, en partie consommées. Or, ce mécanisme qui avait dopé la consommation dans la décennie 2000 s'est enrayé. La crise financière a conduit les banques à restreindre le crédit, ce qui a freiné les injections de liquidités, déprimé le marché, ralenti les transactions, limité les réalisations des plus-values par les vendeurs en dernier ressort, et provoqué une remontée du taux d'épargne.

Le recul de l'emploi a naturellement entamé la masse salariale, mais les dispositifs mis en place (chômage partiel, indemnisation du chômage) ont permis de limiter l'impact sur le revenu des ménages, malgré la baisse des revenus d'activité. Cependant, ces dispositifs amortisseurs sont par nature temporaires. Le chômage partiel, largement utilisé en Allemagne et au Japon, sera appelé à se transformer en chômage au sens strict si la sous-utilisation de la main-d'œuvre perdure. Et dans les pays où la baisse de l'activité s'est traduite par des chômeurs supplémentaires, l'arrivée en fin de droits à l'indemnisation des cohortes issues de la récession va peser directement sur le revenu des ménages. En l'absence de prolongation des mesures existantes ou de création de nouveaux dispositifs, le poids de la récession va désormais peser plus lourdement sur les ménages.

### Finances publiques : les déficits explosent

Contreparties des plans de relance, des recapitalisations des banques et de la baisse d'activité en 2009, les déficits publics se sont fortement creusés dans l'ensemble des pays industrialisés. Aucun des grands pays de la zone euro n'a réussi à respecter le seuil de 3 %. Dans la zone, certains affichent des déficits supérieurs à 10 %, comme l'Espagne, l'Irlande et la Grèce. Le Royaume-Uni, les États-Unis et le Japon ont également vu leurs déficits publics se creuser considérablement (tableau 3).

Les mesures budgétaires adoptées, notamment par le biais des plans de relance, diffèrent par leur calendrier et par leur ampleur. Les politiques budgétaires ont pris un caractère expansionniste dès 2008 en Espagne, au Royaume-Uni et aux États-Unis, et seulement à partir de 2009 en Allemagne, en France et au Japon. De 2008 à 2010, elles représentent une injection de 7,7 points de PIB au Royaume-Uni, de 7,5 points aux États-Unis, de 5,8 points au Japon, de 3,7 points en Allemagne et seulement de 3,1 points en France.

L'aggravation de la situation des finances publiques, sanctionnée par la dégradation par les agences de notation, se révèle préoccupante dans quatre pays, le Portugal, l'Irlande, la Grèce, et l'Espagne. La dégradation rapide des soldes publics accroît la prime de risque exigée par les investisseurs et pousse les taux d'intérêt à la hausse dans les pays en difficulté, ce qui accroît la charge de la dette

et conduit au fameux effet « boule de neige », par lequel les intérêts de la dette alimentent la dette elle-même.

En 2010, tous les pays sont confrontés au même dilemme : d'une part, la nécessité de revenir à des déficits plus faibles, d'autre part, celle de ne pas étouffer le début de reprise. Certains pays ont choisi la cure d'austérité, avec des impulsions budgétaires négatives dès 2010. C'est le cas des pays de la zone euro les plus endettés (Grèce, Italie, Espagne, Belgique, Irlande et France) et du Royaume-Uni. D'autres prolongent les mesures de relance budgétaire ; c'est le cas du Japon, des États-Unis, et de l'Allemagne, où 24 milliards d'euros d'allègements fiscaux sont prévus à destination des familles et des entreprises en 2010.

En 2011, l'austérité devrait se généraliser avec des impulsions budgétaires négatives dans l'ensemble des économies développées. On peut s'interroger sur l'efficacité d'une rigueur généralisée, surtout si la croissance peine à décoller. Si les politiques restrictives devaient se matérialiser simultanément dans tous les pays, cela signifierait que non seulement les ménages et les entreprises ne pourraient plus compter sur les mesures de soutien de la consommation et de l'investissement, mais également que le moteur de la croissance pourrait difficilement venir du commerce extérieur, chaque pays réduisant ses importations.

### La déflation en marche

Le bref passage de l'inflation en territoire négatif à la mi-2009 dans la majorité des pays développés a marqué le point bas du mouvement de désinflation engagé à la mi-2008. Depuis, l'inflation s'est redressée, sous l'effet de la hausse du prix du pétrole. Cette reprise de l'inflation est trompeuse. Elle masque un fort ralentissement de l'inflation sous-jacente, c'est-à-dire endogène, passée de 2,5 à 1,5 % aux États-Unis entre la mi-2008 et le début de 2010, et de 2 à 1 % dans la zone euro. Cette évolution est symptomatique d'une récession sans précédent. La formation de surcapacités importantes et la hausse du chômage ont profondément pesé sur la dynamique des prix et des salaires : d'un côté, le retour de la productivité sur une trajectoire ascendante réduit les coûts unitaires de production, ce qui permet aux entreprises de modérer leurs prix de vente, et de l'autre, la forte montée du chômage freine les revendications salariales et donc *in fine* les coûts de production. La perpétuation du sous-emploi des facteurs de production est porteuse d'une poursuite du mouvement de désinflation, avec le risque, au-delà de l'horizon de la prévision, d'une entrée effective dans le piège de la déflation. ■

# En attendant la reprise...

## Perspectives 2010-2011 pour l'économie française

Le bilan de l'économie française en 2009 est en trompe-l'œil. L'année écoulée a été marquée par le retour précocé, dès le deuxième trimestre, de la croissance économique. Celle-ci s'est même accélérée en fin d'année, résultat flatteur qui, couplé à l'apparition de signaux positifs, qu'ils soient externes (reprise du commerce mondial) ou internes (reprise de l'emploi dans l'intérim, amélioration de la confiance des ménages et du moral des industriels, baisse du coût de financement de l'économie), pouvait laisser augurer une sortie crise imminente et sans heurt de l'économie française.

Cette perspective n'a malheureusement pas été confirmée par les indicateurs publiés en ce début d'année 2010 : les dépenses de consommation des ménages en produits manufacturés, qui avaient résisté jusqu'alors, chutent sévèrement en janvier et en février 2010, la confiance des ménages se dégrade à nouveau et l'inflation se redresse freinant les salaires en termes réels. Plus largement, les conditions d'une reprise durable – à savoir un redémarrage du crédit, suivi d'une reprise de l'investissement des agents privés et enfin d'une consommation des ménages soutenue par une hausse des revenus salariaux – ne semblent pas réunies. L'arrêt du stimulus budgétaire en 2010 et la mise en place d'une politique restrictive en 2011 pour satisfaire les règles budgétaires européennes finiront de retarder un peu plus la date de sortie de crise, moment à partir duquel l'économie française recommencera à créer des emplois en nombre suffisant pour permettre au chômage de refluer à nouveau.

### La plus grande crise de demande depuis 1929

Les bons chiffres de croissance observés dès le deuxième trimestre n'ont pas évité à l'économie française d'enregistrer en 2009 sa plus profonde récession depuis la Grande Dépression des années 1930. Les effets de la crise financière sur l'économie réelle se sont brutalement matérialisés au quatrième trimestre 2008 avec un effondrement spectaculaire (-6,7 %) de la production industrielle (IPI) et du PIB (-1,5 %). Sur sa lancée de la fin 2008, l'économie française a continué de se contracter fortement au cours du premier trimestre 2009 (-7,2 % pour l'IPI et -1,4 % pour le PIB).

Toutefois, face à ce choc de demande mondiale de grande ampleur, la mise en place d'une action rapide et concertée des politiques économiques a permis d'éviter que se reproduise l'épisode de 1929. L'assouplissement monétaire sans précédent et l'important soutien budgétaire ont contribué à limiter l'effondrement de la dépense privée et ont permis à l'économie française de s'écarter de la dynamique observée 80 ans plus tôt et sur laquelle elle s'engageait, lui évitant alors de plonger dans une nouvelle Grande Dépression.

Mais ce sauvetage a un coût. La forte augmentation de la dette et du déficit des administrations publiques (APU) en est la traduction sur les finances publiques. En venant s'ajouter à la mécanique de la crise, la politique budgétaire expansionniste mise en place par l'État au cours des deux dernières années a substitué de la demande publique à de la demande privée défaillante et a engendré un accroissement de la dette et du déficit publics qui s'établissent à un niveau record (respectivement 77,4 % et 7,5 % du PIB en 2009).

### Pas d'enclenchement immédiat d'un cercle vertueux et autonome de la croissance

L'analyse des crises précédentes nous enseigne que la sortie de crise associée à un choc financier et immobilier commun à un grand nombre de pays développés est lente et de faible ampleur. Avec l'arrêt programmé des mesures du plan de relance qui ont soutenu l'économie française en 2009, cette dernière devrait trouver un second souffle pour éviter une rechute dès 2010. Or l'enclenchement d'un enchaînement vertueux permettant à l'économie de croître sans perfusion semble prématuré.

### Pas de redémarrage du crédit

Point de départ à toute reprise de l'activité au cours des vingt dernières années, le redémarrage du crédit ne devrait pas constituer en 2010 le relais efficace pour pérenniser la croissance. Du côté de l'offre, le ralentissement du revenu des ménages induit par l'explosion du chômage, cumulée à une forte dégradation du bilan des entreprises fait peser un aléa supplémentaire sur le risque de défaut des agents privés et renforce les banques dans leur stratégie de limitation de prise de risque. Cette stratégie adoptée dans un contexte de dégradation des pro-

fits et de surplus record de capacités de production, devrait inciter les entreprises à se désendetter.

Le surplus de capacités de production, illustré par le niveau historiquement bas des taux d'utilisation des capacités de production, se traduira par un report ou une annulation massive des projets d'investissement. La formation brute de capital fixe des sociétés non financières, qui a baissé de -7,8 % en 2009, devrait poursuivre sa correction au cours des années 2010 et 2011 (respectivement de -5,5 % et -0,8 % en moyenne annuelle). Le taux d'investissement devrait s'établir à 16,8 % fin 2011, niveau inférieur à celui qui prévalait à la suite de l'éclatement de la bulle Internet au début des années 2000 (17,3 %) mais toujours supérieur aux niveaux observés au cours des années 1993 et 1997 (respectivement 16,6 % et 16,3 %). Cette baisse de l'investissement, corolaire du désendettement, ne permettra toutefois pas d'absorber l'intégralité du surplus des capacités de production sauf à supposer une forte augmentation du taux de déclasserement liée à la hausse des défaillances d'entreprises au cours de la crise.

Le crédit sera également freiné par les pertes de patrimoine immobilier et financier enregistrées par les ménages au cours des deux dernières années. La perte de richesse nette enregistrée en 2008 et 2009 se poursuivra en 2010 et aura une incidence sur leur potentiel et leur velléité d'endettement. L'investissement des ménages continuerait de s'ajuster en 2010 (-5,5 % en 2010 après -8,2 % en 2009).

### Une consommation moins dynamique dans les trimestres à venir...

En 2009, le recul de l'inflation et les effets du plan de relance – notamment de la prime à la casse – ont permis à la consommation des ménages de résister et de contribuer positivement à la croissance. Or ces deux facteurs vont aller en s'amenuisant d'ici 2011.

C'est le cas notamment de la prime à la casse mise en place début 2009 qui a permis de soutenir le marché automobile français et par là-même la consommation des ménages. Un retour en arrière est à attendre, indépendamment de l'échéance des dispositifs. Cette mesure ayant permis à de nombreux ménages de profiter d'un effet d'aubaine et d'anticiper leur projet d'achat, son impact s'épuisera de lui-même.

### ... pénalisée par un rebond temporaire de l'inflation...

Le mouvement de désinflation enclenché mi-2008 a eu une contribution positive mécanique au pouvoir d'achat des salaires. Cette désinflation

Tableau 1 : Quelques résultats significatifs

	Évolutions trimestrielles										
	2010				2011				2009	2010	2011
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Emploi total (en milliers)	-58	-75	-87	-52	-2	10	21	10	-311	-261	-84
Nombre de chômeurs* (en milliers)	63	48	81	68	18	5	-6	5	506	319	124
Taux de chômage* (en %)	9,8	10,0	10,3	10,5	10,6	10,6	10,6	10,6	9,1	10,2	10,6
Déflateur de la consommation (en %)	0,4	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,2	1,1	0,9
Salaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	1,9	2,4	1,9
<i>Ménages</i>											
Pouvoir d'achat du revenu disponible (en %)	0,0	0,3	0,3	0,3	0,2	0,4	0,4	0,5	2,1	1,2	1,4
Taux d'épargne (en %)	16,5	16,6	16,6	16,7	16,6	16,6	16,6	16,6	16,4	16,6	16,6
Taux d'épargne financière (en %)	7,5	7,7	7,8	7,8	7,6	7,6	7,5	7,4	6,9	7,7	7,5
<i>Entreprises</i>											
Taux de marge (en %)	30,7	30,8	30,8	31,3	31,6	31,6	31,5	31,7	30,4	30,9	31,6
Taux d'investissement (en %)	17,7	17,4	17,1	17,0	16,9	16,8	16,8	16,8	18,6	17,3	16,8
Taux d'autofinancement** (en %)	82,3	82,8	80,9	84,9	83,1	80,8	78,4	77,9	77,4	82,7	80,0
<i>Administrations</i>											
Capacité de financement/PIB (en %)									-7,5	-8,0	-7,2
Taux de prélèvement obligatoire (en %)									41,3	41,3	42,2
<i>Taux d'intérêt</i>											
Taux d'intérêt à long terme (niveau en %)	3,5	3,5	3,5	3,5	3,8	4,0	4,3	4,5	3,6	3,5	4,2
Taux d'intérêt du marché monétaire (niveau en %)	0,7	0,7	0,7	0,7	1,0	1,2	1,5	1,7	1,2	0,7	1,3

\* au sens du BIT, \*\* épargne brute/FBCF.

Tableau 2 : Équilibres ressources-emplois en biens et services marchands (aux prix chaînés)

	Niveau (prix chaînés) 2007	Taux de croissance trimestriels en %								Taux de croissance		
		2010				2011				2009	2010	2011
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB total	1 638	0,0	0,1	0,2	0,2	0,4	0,4	0,4	0,5	-2,2	0,9	1,4
Importations	530	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,4	1,4	-9,6	4,4	5,1
Consommation des ménages	927	-0,2	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,8	0,9	1,5
Consommation des administrations	369	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	1,6	1,3	0,9
FBCF totale, dont :	347	-1,7	-1,3	-0,8	-0,2	0,2	0,5	0,7	0,8	-7,0	-4,9	0,3
- Sociétés non financières	192	-2,0	-1,8	-1,3	-0,5	0,1	0,3	0,5	0,7	-7,8	-5,5	-0,8
- Ménages	88	-1,9	-0,5	-0,2	0,4	0,9	1,5	1,8	1,7	-8,2	-5,5	3,5
- Administrations	52	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-3,3	-2,0	-2,0
Exportations	489	0,9	1,1	1,2	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	-10,9	3,7	5,8
Variations de stocks (contrib.)		0,5	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,4	1,3	0,2
Demande intérieure totale hors stocks	1 662	-0,5	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	-0,7	-0,1	1,2

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE, modèle *e-mod.fr* à partir du premier trimestre 2010.

Tableau 3 : Les hypothèses d'environnement international et les soldes extérieurs

	Évolutions trimestrielles								Moyennes annuelles		
	2010				2011				2009	2010	2011
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Demande de marchandises adressée à la France (en %)	1,6	1,5	1,5	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	-12,4	7,3	6,0
Prix des concurrents en devises (en %)	-1,0	-2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-11,0	1,0	-0,5
Prix du pétrole en \$	75,0	77,0	78,5	80,0	82,0	85,0	90,0	100,0	61,5	77,6	89,3
Prix des importations en euros (en %)	0,4	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	-6,5	2,0	0,5
Prix des exportations en euros (en %)	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	-3,5	0,3	0,5
Solde des biens et services (Mds d'euros)	-11,5	-11,7	-12,0	-12,1	-11,8	-11,8	-11,8	-11,6	-35,4	-47,4	-47,0

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE, modèle *e-mod.fr* à partir du premier trimestre 2010.



liée au contre-choc pétrolier et à une évolution des prix des produits alimentaires rejoignant progressivement un rythme plus conforme aux évolutions de long terme, n'était que temporaire et s'est arrêtée au cours du quatrième trimestre 2009. En 2010, les perspectives de reprise, même modérée, de l'économie mondiale entraînent un regain de tensions sur les marchés des matières premières. En s'établissant à 80 dollars le baril à la fin 2010, puis à 100 à la fin 2011, contre 75 en moyenne au quatrième trimestre 2009, le pétrole contribuera à nouveau positivement à l'évolution de l'indice des prix. Bien que moins marquée, la reprise de la hausse des prix alimentaires s'ajoutera à celle des prix de l'énergie. L'inflation rebondirait, désactivant alors le principal soutien du pouvoir d'achat des ménages en 2009. En glissement annuel, l'inflation devrait s'établir à 1,2 % en 2010 contre 0,4 % en 2009 et 2,8 % en 2008. Cette reprise de l'inflation ne sera que temporaire, puisqu'elle devrait à nouveau refluer sous l'effet du maintien de conditions très dégradées sur le marché du travail (0,7 % en 2011).

#### ... et d'un marché du travail qui continue de se dégrader

Sur le marché du travail, dans la foulée du quatrième trimestre 2008, les pertes d'emplois dans le secteur marchand se sont accentuées en 2009 (-426 000) en lien avec la forte contraction de l'activité. Au cours des années 2010 et 2011, nous envisageons environ 210 000 destructions d'emplois.

Dans ce contexte de forte dégradation du marché du travail, la politique de l'emploi, par l'intermédiaire du traitement social, ne jouera pas son rôle de « stabilisateur » du chômage. Après avoir amplifié la hausse du chômage en 2008, les nouveaux emplois aidés dans le secteur non-marchand permettront tout juste de revenir au niveau observé en milieu d'année 2008, représentant une baisse des effectifs de 85 000 par rapport à leur niveau de 2007, alors que dans le même temps le chômage aura augmenté de 794 000.

Le chômage augmenterait de 275 000 en deux ans (2010-2011), portant à plus de 900 000 le nombre de chômeurs supplémentaires depuis le début de la crise, soit la plus forte progression observée au cours des 25 dernières années. Le taux de chômage poursuivra sa hausse entamée au cours du deuxième trimestre 2008 et atteindra 10,5 % fin 2010 et 10,6 % fin 2011, contre 9,6 % fin 2009.

L'effet de richesse négatif et surtout l'épargne de précaution résultant de l'explosion du chômage ont engendré

Tableau 4 : Contribution à la croissance du PIB				
Moyenne annuelle				
	2008	2009	2010	2011
<b>Taux de croissance du PIB</b>	0,3	-2,2	0,9	1,4
Dépenses des ménages	0,9	0,8	0,9	1,5
Investissement total	0,4	-7,0	-4,9	0,3
Dépenses des administrations	1,1	1,6	1,3	0,9
<i>En contribution</i>				
Total de la demande intérieure hors stocks	0,9	-0,7	-0,1	1,2
Variations de stocks	-0,1	-1,4	1,3	0,2
Solde extérieur	-0,4	-0,1	-0,3	0,0
<b>Taux de croissance du PIB (zone euro)</b>	0,5	-4,0	0,9	1,6

Sources : INSEE, comptes trimestriels; OFCE, prévision *e-mod.fr* 2010 et 2011.

une forte hausse du taux d'épargne en 2009 qui efface en l'espace d'une année la baisse enregistrée entre 2002 et 2008. En 2010, cette tendance devrait se poursuivre. Le taux d'épargne devrait dépasser son niveau de 2001 à l'horizon de notre prévision : il s'établirait alors à 16,6 %, niveau très significativement supérieur à celui des vingt dernières années (15,0 %). Selon ces hypothèses, la consommation des ménages ne devrait pas être un soutien vigoureux de l'activité au cours des prochains trimestres. La croissance de la consommation atteindrait 0,9 % en 2010 et 1,5 % en 2011 après 0,8 % en 2008, rythme peu soutenu et très inférieur à celui observé entre 1998 et 2000 (3,4 %) et au cours des dix dernières années (2,6 %).

#### La contribution extérieure moins favorable

Stimulés à nouveau par la demande mondiale, mais privés des mesures de soutien à l'automobile et compte tenu d'une reprise tardive du cycle d'investissement mondial, les taux de croissance des exportations seraient inférieurs à ceux de la demande adressée sur les trois premiers trimestres de l'année 2010, effaçant les gains de parts de marché observés en début d'année 2009. En 2011, la question de la compétitivité des exportations retrouvera une place centrale dans le diagnostic conjoncturel. Nous anticipons une baisse progressive de la monnaie unique européenne vers 1,30 dollar. Si ce mouvement est insuffisant pour permettre une reprise des gains de parts de marché, il peut contribuer néanmoins à mettre fin à la baisse observée depuis 2002.

#### Changement d'orientation budgétaire

L'impulsion budgétaire fortement expansionniste en 2009 (1,8 point de PIB) ferait place à une impulsion négative en 2010 et 2011 (respectivement -0,2 point et -0,8 point de PIB). Ce changement d'orientation de la politique budgétaire se déroulera dans un contexte de déficit de demande qui reste identi-

que à celui qui prévalait lors de la mise en place du plan de relance et qui en a assuré l'efficacité. En 2010 et 2011, le multiplicateur keynésien gardera une valeur élevée : le resserrement de la politique budgétaire amputera immédiatement la croissance, infléchira les anticipations de croissance future, ce qui pèsera en retour sur les perspectives des finances publiques, annulant en partie l'effet bénéfique initial.

Le déficit des administrations publiques devrait s'établir respectivement à 8,0 % du PIB et 7,2 % en 2010 et 2011 après 7,5 % en 2009, portant la dette de public à 83,7 % du PIB en 2010 et 88,9 % en 2011 contre en 77,4 % en 2009.

Au total, au cours de l'année 2010, l'activité devrait croître de nouveau, soutenue principalement par la reconstitution des stocks des entreprises. Mais au-delà de cette parenthèse technique, de nombreuses incertitudes demeurent, sans espoir de relais par la demande. Le rythme d'activité sera de 0,9 % en moyenne annuelle, rythme trop faible pour pouvoir parler de reprise. S'établissant à un niveau inférieur à son potentiel (1,6 %), la croissance attendue non seulement ne permettra pas à l'économie française de combler le retard de production accumulé depuis 2008, mais au contraire l'accentuera à l'horizon 2010. En 2011, la politique budgétaire restrictive empêchera le PIB de croître à un rythme supérieur à son potentiel. En progressant de 1,4 % en moyenne annuelle en 2011, le PIB de la France retrouverait à cette date son niveau de 2007. ■

#### Abonnements

Tél/ 01 45 49 83 64 - Fax/ 01 45 49 83 34

#### Directeur de la publication :

Jean-Paul Fitoussi

ISSN N° 0751-66 14 ■ Commission paritaire n° 65424

Mise en page : Esther Benbassat

Imprimerie Bialec, Nancy

Prix : 4,50 €